مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: تأثير الاستثمار (العام، الخاص) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية
اسم الكاتب: د. خلدون أحمد الحداد
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/6057
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 14:56 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

Effect of Investment (Public, Private) on the Market Value of Companies Listed on the Damascus Stock Exchange

Dr. Khaldon Ahmad Haddad*

(Received 3 / 2 / 2024. Accepted 5 / 6 / 2024)

□ ABSTRACT □

To investigate the impact of public and private investment on the market value of companies listed on the Damascus Stock Exchange, controlling for variables such as inflation rate and exchange rate, during the period from 1/1/2010 to 1/12/2021.

The research employed a quantitative methodology based on secondary data analysis using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model for the monthly period from 1/1/2010 to 1/12/2021. Descriptive analysis was conducted using descriptive statistics and graphs to understand the distribution of data and identify outliers. The stability of the variables was then tested using unit root tests (Phillips-Perron) to ensure the validity of using the ARDL model. The ARDL model was then estimated and the long- and short-term relationships between investment, inflation rate, exchange rate, and market value were evaluated.

The research findings indicate that investment plays a significant role in shaping the market value of companies listed on the Damascus Stock Exchange. However, this relationship is complicated by the unstable economic environment during the war period. The model analysis shows that public investment promotes long-term growth, while private investment weakens market value. The results also indicate the instability of the relationship in the short term, highlighting the need to improve the economic environment and political stability in Syria to make private investment more attractive and ensure the market's ability to adapt to economic shocks more effectively.

Keywords: Public investment, private investment, market value, Damascus Stock Exchange.

Copyright **:**Tishreen University journal-Syria, The authors retain the copyright under a CC BY-NC-SA 04

* **Researcher, PhD in Economics, Department of Statistics and Programming, Population and Development, Syria.** KhaldonHaddad@tishreen.edu.sy

تأثير الاستثمار (العام، الخاص) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

الدكتور خلدون أحمد الحداد*

(تاريخ الإيداع 3 / 2 / 2024. قُبِل للنشر في 5 / 6 / 2024)

ملخّص

هدف البحث إلى دراسة تأثير الاستثمار بشقيه العام والخاص على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بوجود متغيرات ضابطة مثل معدل التضخم وسعر الصرف، وذلك خلال الفترة من 2010/1/1 إلى 2021/12/1.

اعتمد البحث على منهجية كمية تعتمد على تحليل البيانات الثانوية من خلال نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL) خلال الفترة الشهرية من 2010/1/1 إلى 2021/12/1، تمّ إجراء تحليل وصفي للبيانات باستخدام الإحصاء الوصفي والرسوم البيانية لفهم توزيع البيانات وتحديد وجود قيم متطرفة. تمّ بعد ذلك اختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبارات جذر الوحدة (Phillips–Perron) للتأكد من صلاحية استخدام نموذج ARDL. ثم تمّ تقدير نموذج ARDL وتقييم العلاقات طويلة وقصيرة الأجل بين الاستثمار، ومعدل التضخم، وسعر الصرف، والقيمة السوقية.

أظهرت نتائج البحث أنّ الاستثمار يلعب دوراً مهماً في تشكيل القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، لكن هذه العلاقة تُعقّدها البيئة الاقتصادية غير المستقرة خلال فترة الحرب، حيث يُظهر تحليل النموذج أنّ الاستثمار العام يُعزز النمو على المدى الطويل، بينما يُضعف الاستثمار الخاص من القيمة السوقية. كما تُشير النتائج إلى عدم استقرار العلاقة في الأجل القصير، مما يُشدد على الحاجة إلى تحسين البيئة الاقتصادية والاستقرار السياسي في سورية لجعل الاستثمار الخاص أكثر جاذبية ولضمان قدرة السوق على التكيف مع الصدمات الاقتصادية بشكل أكثر فعالية.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار العام، الاستثمار الخاص، القيمة السوقية، سوق دمشق للأوراق المالية.

حقوق النشر : مجلة جامعة تشرين– سورية، يحتفظ المؤلفون بحقوق النشر بموجب الترخيص CC BY–NC–SA 04

* **باحث، دكتوراه في الاقتصاد، قسم الإحصاء والبرمجة، اختصاص السكان والتنمية، سورية.** KhaldonHaddad@tishreen.edu.sy

مقدمة:

يُشكّل الاستثمار، سواء بشقيه العام أو الخاص، حجر الأساس لبناء وتطوير الشركات ورفع قيمتها السوقية في مختلف الأسواق المالية؛ فمن ناحية الاستثمار العام تلعب مشاريع البنية التحتية التي تمولها الحكومات دورًا هامًا في تحسين بيئة الأعمال وجذب الاستثمارات الخارجية، مما يُعزز النمو الاقتصادي ويُتيح فرصًا جديدة للشركات لزيادة أرباحها وتوسيع نطاق أعمالها، كما تُساهم الاستثمارات الحكومية في التعليم والبحث العلمي في تنمية المهارات وتطوير القدرات البشرية، مما يُثري رأس المال البشري للشركات ويُعزز قدرتها على الابتكار والتنافسية.

أما بالنسبة للاستثمار الخاص تُعدّ استثمارات القطاع الخاص المحرك الرئيسي لنمو الشركات وارتفاع قيمتها السوقية؛ فعندما يُقدم المستثمرون الأموال للشركات، يُعززون من قدرتها على تمويل مشاريعها التوسعية، وتطوير منتجاتها وخدماتها، ودخول أسواق جديدة، كما تُساهم ثقة المستثمرين في الشركات برفع مستوى تفاؤلهم حيال آفاقها المستقبلية، مما ينعكس إيجابًا على أسعار أسهمها في البورصات.

وبشكل عام يُشكل الاستثمار، بكلا نوعيه، عنصرًا هامًا في تعزيز القيمة السوقية للشركات وجذب المزيد من المستثمرين. ولذلك، تسعى الحكومات والمؤسسات المالية إلى خلق بيئة استثمارية مواتية تُشجع على ضخ المزيد من الأموال في مختلف القطاعات الاقتصادية، مما يُساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة ورفع مستوى رفاهية المجتمع.

مشكلة البحث:

ألقت ظروف الحرب على سورية بظلالها على مختلف جوانب الحياة، بما في ذلك الأسواق المالية، ويُعدّ سوق دمشق للأوراق المالية مثالاً واضحاً على ذلك، حيث أدت الأزمة السورية إلى تغييرات جوهرية في طبيعة العلاقة بين الاستثمار والقيمة السوقية؛ فالأوضاع الأمنية غير المستقرة ونقص الموارد المالية، دفعت المستثمرين المحليين والدوليين إلى الانكفاء عن ضخّ أموالهم في السوق، ونتيجة لتراجع الاستثمارات، شهدت القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية انخفاضاً حاداً؛ فقد فقدت العديد من الشركات قيمةً كبيرةً من أسهمها، مما يعكس حالة عدم اليقين والتشاؤم التي سادت خلال فترة الحرب. ومع استمرار الأزمة، تغيرت طبيعة الاستثمارات في السوق؛ فاتجهت الاستثمارات نحو الأصول ذات المخاطر المنخفضة، بينما تراجعت الاستثمارات في الأسهم التي تُعدّ أكثر عرضةً للتأثر بتقلبات السوق.

بناءً على ما سبق، يمكن تحديد مشكلة البحث في التساؤل الآتي: م تأثير الاستثمار (العام، الخاص) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

أهمية البحث وأهدافه:

تتمثل الأهمية النظرية للبحث من أهمية الاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث تُعدّ مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي العام، ويُعدّ استقرارها مقياساً لنجاح السياسات المالية والنقدية المختلفة، لذلك فإنّ هذا البحث قد يُسهم

في فهم العلاقة الديناميكية بين الاستثمارات، سواءً العامة أو الخاصة، والقيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

أما الأهمية العملية للبحث فتتمثل في توجيه الاستثمارات نحو القطاعات والمشاريع الأكثر جدوىً وفعاليةً، ممّا يُساهم في تعزيز النمو الاقتصادي وتطوير سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى أنه قد يُتيح للمستثمرين تقييم المخاطر المرتبطة بالاستثمار في سوق دمشق للأوراق المالية، واتخاذ قراراتٍ استثماريةٍ مستنيرةٍ.

يهدف البحث إلى دراسة تأثير الاستثمار بشقيه العام والخاص على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، بوجود متغيرات ضابطة مثل معدل التضخم وسعر الصرف، وذلك خلال الفترة من 2010/1/1 إلى 2021/12/1.

متغيرات البحث:

تتمثل متغيرات البحث بما يأتي:

المتغيرات المستقلة: الاستثمار العام (INVPU)، الاستثمار الخاص (INVPR).

المتغيرات الضابطة: معدل التضخم (INF)، سعر الصرف (EX).

المتغير التابع: القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (MV).

فرضيات البحث:

يعتمد البحث على الفرضية الآتية: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للاستثمار (العام، الخاص) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مع وجود (معدل التضخم – سعر الصرف) كمتغيرات ضابطة وذلك خلال الفترة من 2010/1/1 إلى 2021/12/1.

منهجية البحث:

اعتمد البحث على منهجية كمية تعتمد على تحليل البيانات الثانوية من خلال نموذج الانحدار الذاتي للإبطاءات الموزعة (ARDL) لمعرفة تأثير الاستثمار على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الشهرية من 2010/1/1 إلى 2021/12/1 بدءًا من جمع بيانات المتغيرات ذات الصلة من المصادر الرسمية، تمّ إجراء تحليل وصفى للبيانات باستخدام الإحصاء الوصفي والرسوم البيانية لفهم توزيع البيانات وتحديد وجود قيم متطرفة. تمّ بعد ذلك اختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبارات جذر الوحدة (Phillips–Perron) للتأكد من صلاحية استخدام نموذج ARDL. ثم تم تقدير نموذج ARDL وتقييم العلاقات طويلة وقصيرة الأجل بين الاستثمار، ومعدل التضخم، وسعر الصرف، والقيمة السوقية. تمّ اختبار فرضية البحث من خلال اختبارات "تقدير المعاملات" و"اختبارات F" للتأكد من دلالة إحصائية العلاقات المقدرة، وبالتالي تمّ تقييم ملاءمة النموذج والتأكد من استيفائه لشروط النموذج الكلاسيكي باستخدام اختبارات بواقي النموذج (التوزع الطبيعي، ودالة الارتباط الذاتي، وتجانس التباين).

الدراسات السابقة:

1- دراسة (عواد، 2016) بعنوان: دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية للمدى 1996-2010: السوق المالية في مصر أنموذجاً.

هدفت الدراسة إلى توضيح المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول التي تبحث عنه ومدى مساهمة هذا الاستثمار في نمو وتفعيل سوق الأوراق المالية في مصر. كشفت نتائج الدراسة أنّ أسواق الأوراق المالية تُعدّ إحدى الأسواق الفرعية لسوق المال وتتميز بأنها استثمار طويل الأجل مقارنة بالسوق النقدية، وتتمثل الوظيفة الرئيسة لها في تجميع مدخرات المجتمع وتوجهها إلى شراء أوراق مالية وفي هذه السوق تتحول المدخرات إلى رؤوس

أموال وقروض لمؤسسات تمارس أنشطة عديدة في المجتمع، وهذا يعمل على زيادة الاستثمار الحقيقي ومن ثمّ زيادة معدلات التشغيل والنمو في الاقتصاد القومي. كما بينت الدراسة أنه بسبب ما تعانيه البلدان النامية من نقص في مصادر التمويل المحلية لدعم مشروعاتها التنمية بدأت الدراسة عن مصادر خارجية بديلة للنهوض بمستويات التنمية منها القروض الخارجية والاستثمار الأجنبي ونتيجة لخطوة الاعتماد على هذه القروض في تمويل عمليات التنمية الاقتصادية فيها اتجهت الأنظار نحو استخدام الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر بوصفه محركاً للنمو الاقتصادي الذي يسهم في زيادة معدلات التعددات الإنتاجية للاقتصاد المحلي.

2- دراسة (الزرير والدكي، 2018) بعنوان: دور سلوك المستثمر في راسة خصائص سوق دمشق للوراق المالية في ظل عدم التأكد

هدفت الدراسة إلى التركيز على در سلوك المستثمر في فهم تقلبات السواق المالية من خلال دراسة أثر أنموذج GARCH (1,1) على العلاقة بين حجم التداول وتقلبات عوائد السوق، ومعرفة أثر الثقة المبالغ فيها على قرارات المستثمرين من خلال تطبيق نموذج VAR و ARMA-EGARCH (1,1). جرب الدراسة على (23) شركة مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية الممتدة من 2010/1/1 ولغاية 2017/5/31، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين حجم التداول وتقلبات عوائد السوق، وأنّ سلوك المستثمرين غير عقلاني عندما تسود حالة عدم التأكد في السوق المالي، وإلى أهمية الثقة المبالغ فيها في تقدير خصائص سوق دمشق للأوراق المالية، وبالتالي يُعدّ تفسير سلوكيات المستثمرين من العوامل الأساسية والضرورية بهدف إيجاد نماذج تتماشى أكثر من الواقع.

3- دراسة (عبد الغني، 2020) بعنوان: دور سوق للأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي في مصر.

هدفت الدراسة إلى دراسة الدور الذي تقوم به الأسواق المالية في مصر في تفعيل النمو الاقتصادي من خلال تنمية المدخرات وتوفير السيولة وتعظيم التكوين الرأسمالي، بالإضافة إلى تقييم أداء سوق الأوراق المالية في مصر خلال الخمسة عشر عاماً الماضية، من خلال تطور أداء الإصدار وسوق التداول وتقييم أداء كل سوق على حدة في ضوء بعض المؤشرات المالية، استخدم البحث المنهج الوصفي التحليلي والمنهج التاريخي في رصد وعرض تطور سوق الأوراق المالية في مصر وتقييم أدائها، بجانب استخدام بعض الأساليب والأدوات الإحصائية. توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: تساهم سوق الأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة معدلات النمو وتتغلب على التحديات الداخلية والخارجية وتحقق نتائج جيدة، وعلى الرغم من التطورات الإيجابية التي شهدتها سوق إصدار الأسهم خلال فترة الدراسة فإنّ انتشار تأسيس الشركات المساهمة المغلقة يمثل نقطة ضعف لسوق الإصدار في مصر، كما أنها تعاني من ضعف حجم إصدارات السندات، بالإضافة إلى ذلك فإنّ الجزء الأكبر منه هو إصدار السندات الحكومية.

4- دراسة (الجعفري والبطاط، 2020) بعنوان: الأسواق المالية الكفؤة وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019.

هدفت الدراسة إلى توضيح العلاقة بين الأسواق المالية الكفؤة (مؤشر السوق العام، مؤشر عدد الأسهم، حجم التداول، عدد الشركات) والقيمة السوقية، وتفسير ما إذا كان لمؤشرات السوق المالي الكفوء من أثر في القيمة السوقية للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وبيان أي من مؤشرات الكفاءة أكثر تأثيراً من غيره في القيمة السوقية. تمثل مجتمع الدراسة بسوق العراق للأوراق المالية، أما عينة الدراسة فقد تمثلت بـ (16) مصرفاً مدرجاً في سوق العراق

للأوراق المالية، وذلك للفترة الشهرية من كانون الثاني عام 2015 لغاية كانون الأول 2019، توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: تُعدّ القيمة السوقية المرآة العاكسة لقيمة الشركة وتعتمد هذه القيمة على الظروف الاقتصادية العامة للبلد، وكذلك الخاصة بالشركات، إذ تحتل القيمة السوقية الجانب الأكبر من الاهتمام لكونها تمثل الأساس لنمو وتطور الشركات، كما بينت النتائج أنّ المتغير الأكثر تأثيراً في القيمة السوقية هو مؤشر السوق العام والمتغير الذي لم يؤثر في القيمة السوقية هـ مؤشر عدد الشركات المتداولة.

5- دراسة (Asaad, 2021) بعنوان:

The reality of Arab Foreign direct investment Projects in the light of Foreign economic Sanctions imposed on Syria between 2000 – 2016.

واقع مشاريع الاستثمار العربي الأجنبي المباشر في ظل العقوبات الاقتصادية الخارجية المفروضة على سورية بين عامي 2000 و2016.

هدفت الدراسة إلى بيان دور وأهمية الاستثمار الأجنبي المباشر على المؤشرات الاقتصادية في سورية، ودراسة تأثير العقوبات الاقتصادية المفروضة من الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأخرى على الاستثمار الأجنبي المباشر في سورية قبل وأثناء الحرب الحالية على سورية الممتدة منذ عام 2011، حيث تمّ استخدام المنهج الوصفي التحليلي في الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى أنّ الاستثمار الأجنبي المباشر ساهم بشكل جيدة في المؤشرات الاقتصادية في سورية قبل عام 2011، ولم تؤثر العقوبات الاقتصادية على الاستثمار الأجنبي المباشر قبل عام 2011، إلا أنّ هذه العقوبات الاقتصادية المفروضة على سورية أثرت بشكل كبير على الاستثمار الأجنبي المباشر بعد عام 2011.

6- دراسة (إسماعيل ومعروف، 2023) بعنوان: تطور السوق المالي ودوره في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر.

هدفت الدراسة إلى التعرف على تطور السوق المالي، وقياس دوره في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال دراسة تطبيقية على بعض الدول العربية هي: سورية، لبنان، الأردن، العراق، وتمّ تحديد المتغير التابع بالاستثمار الأجنبي المباشر مقاساً بصافي التدفقات النقدية الواردة، والمتغير المستقل تطور السوق المالي وتمّ قياسه من خلال ثلاثة مؤشرات هي: مؤشر السوق، سيولة السوق، مساهمة السوق. تمّ اعتماد أسلوب التحليل الوصفي باستخدام بيانات مقطعية زمنية خلال الفترة 1990–2020، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: غياب أثر مؤشر السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الأجل الطويل والقصير. غياب أثر مساهمة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الأجل الطويل والقصير. وجود أثر إيجابي لسيولة السوق المالي في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في دول العينة المدروسة في الأجل الطويل والقصير.

التعقيب على الدراسات السابقة:

من الملاحظ أنّ جميع الدراسات تركز على دور أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد، حيث تُحلل جميع الدراسات دور أسواق الأوراق المالية في تحفيز الاستثمار، والنمو الاقتصادي، وتقييم الشركات. أيضاً تعتمد جميع الدراسات على أدوات التحليل المالي لدراسة مواضيعها، مثل: تحليل الانحدار، والنماذج الاقتصادية، والقياسات الإحصائية. تُظهر جميع الدراسات أهمية الاستثمار، سواء أكان استثمارًا أجنبيًا مباشرًا أو غير مباشر، أو استثمارًا عامًا أو خاصًا، في تنمية الاقتصاد وتحفيز النمو.

تُركز الدراسة الحالية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وتتشابه مع الدراسات الأخرى في تركيزها على دور الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وتختلف عنها في تركيزها على نوع محدد من الاستثمار (العام والخاص) وتأثيره على قيمة الشركات المدرجة في بورصة محددة (سوق دمشق للأوراق المالية).

النتائج والمناقشة:

تتناول هذه الفقرة دراسة تأثير الاستثمار بشقيه العام والخاص على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث تمّ استخدام منهجية "الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لتقدير العلاقات طويلة وقصيرة الأجل بين الاستثمار، ومعدل التضخم، وسعر الصرف، والقيمة السوقية لشركات السوق، تمّ إجراء تحليل وصفى للبيانات باستخدام الإحصاء الوصفي والرسوم البيانية لفهم توزيع البيانات وتحديد وجود قيم متطرفة، تمّ بعد ذلك اختبار استقرارية المتغيرات باستخدام اختبارات جذر الوحدة (Phillips-Perron) للتأكد من صلاحية استخدام نموذج ARDL، وبالتالي تقدير نموذج ARDL وتقييم العلاقات طويلة وقصيرة الأجل بين الاستثمار، ومعدل التضخم، وسعر الصرف، والقيمة السوقية.

تمّ اختبار فرضية البحث من خلال اختبارات "تقدير المعاملات" و "اختبارات F" للتأكد من دلالة إحصائية العلاقات المقدرة. وأخيرًا، تمّ تقييم ملاءمة النموذج والتأكد من استيفائه لشروط النموذج الكلاسيكي باستخدام اختبارات بواقي النموذج (التوزع الطبيعي، ودالة الارتباط الذاتي، وتجانس التباين).

تمّ ترميز متغيرات البحث فق الآتي: الاستثمار العام (INVPU)، الاستثمار الخاص (INVPR)، معدل التضخم (INF)، سعر الصرف (EX)، القيمة السوقية (MV)، فيما يتعلق بالقيمة السوقية تمّ حسابها وفق الآتي (القيمة السوقية = سعر السهم الحالي × عدد الأسهم المتداولة)، حيث تعكس القيمة السوقية القيمة الإجمالية لأسهم الشركة المتداولة في السوق، وتُمثل القيمة التي يعتقد المستثمرون أنها تستحقها بناءً على توقعاتهم لأدائها المستقبلي.

أولاً: الإحصاءات الوصفية والرسوم البيانية:

يبين الجدول الآتي الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث:

الجدول (1) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

	INVPU	INVPR	INF	EX	MV
Mean	243231.4	190834.0	2.946118	483.5572	504.0915
Median	239461.5	208386.9	1.557848	342.0350	146.1103
Maximum	289606.2	258062.0	37.50363	2512.000	3050.000
Minimum	213344.8	102810.0	-5.174525	45.50000	66.47801
Std. Dev.	20803.05	44293.60	4.736858	609.1981	599.7775
Skewness	0.680673	-0.486862	3.438398	2.356500	1.642709
Kurtosis	2.654699	1.907291	22.17982	8.051826	5.360614
Jarque-Bera	11.83497	12.85292	2490.934	286.3999	98.19878
Probability	0.002692	0.001618	0.000000	0.000000	0.000000
Observations	144	144	144	144	144

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المكتب المركزي للإحصاء ومصرف سورية المركزي وسوق دمشق للأوراق المالية.

يبين الجدول رقم (1) ما يلي:

أ- فيما يتعلق بالاستثمار العام (INVPU):

1- الوسط (Mean) والوسيط (Median): تُشير القيم المتقاربة للوسط (243231.4) والوسيط (239461.5) إلى وجود توزيع قريب من التوزيع الطبيعي (Normal Distribution).

2- الحد الأقصى (Maximum) والحد الأدنى (Minimum): يُبين الفرق الكبير بين الحد الأقصى (289606.2) والحد الأدنى (213344.8) وجود تباين كبير في مُعدلات الاستثمار العام، مما يشير إلى أنّ الحكومة لم تتمكن من الحفاظ على مُعدلات استثمار ثابتة خلال فترة الحرب.

3- التفرطح (Kurtosis) والالتواء (Skewness): تُشير القيم المنخفضة للتفرطح (2.65) والالتواء (0.68) إلى أنّ توزيع البيانات قريب من التوزيع الطبيعي وأقل تأثرًا بالقيمة المتطرفة (Outlier).

4- يُشير التباين الكبير في مُعدلات الاستثمار العام إلى وجود تحديات كبيرة تواجه الحكومة في توفير التمويل للمشاريع الاستثمارية، وتُعزى هذه التحديات إلى الظروف الاقتصادية الصعبة في سورية خلال فترة الحرب، من ارتفاع تكاليف الاستثمار وعدم استقرار البيئة السياسية.

ب- الاستثمار الخاص (INVPR):

1- الوسط (Mean) والوسيط (Median): تُشير القيم المتقاربة للوسط (190834) والوسيط (208386.9) إلى وجود توزيع قريب من التوزيع الطبيعي (Normal Distribution).

2- الحد الأقصى (Maximum) والحد الأدنى (Minimum): يُبين الفرق الكبير بين الحد الأقصى (258062) والحد الأدنى (102810) وجود تباين كبير في مُعدلات الاستثمار الخاص، مما يشير إلى أن القطاع الخاص في سورية يُواجه تحديات كبيرة في توفير التمويل للمشاريع الاستثمارية، وتُعزى هذه التحديات إلى الظروف الاقتصادية الصعبة في سورية خلال فترة الحرب وعدم استقرار البيئة الاقتصادية.

3- التفرطح (Kurtosis) والالتواء (Skewness): تُشير القيم المنخفضة للتفرطح (1.91) والالتواء (-0.49) إلى أنّ توزيع البيانات قريب من التوزيع الطبيعي وأقل تأثرًا بالقيمة المتطرفة (Outlier).

4- يُشير التباين الكبير في مُعدلات الاستثمار الخاص إلى وجود تحديات كبيرة تواجه القطاع الخاص في توفير التمويل للمشاريع الاستثمارية، وتُعزى هذه التحديات إلى الظروف الاقتصادية الصعبة في سورية خلال فترة الحرب، منها خروج الكثير من المناطق خارج الانتاج وارتفاع تكاليف الاستثمار وعدم استقرار البيئة السياسية.

ج- معدل التضخم (INF):

1- الوسط (Mean) والوسيط (Median): يُشير الاختلاف بين الوسط (2.95) والوسيط (1.56) إلى انحراف البيانات نحو اليمين (Right Skewness)، وهذا يدل على وجود عدد قليل من القيم العالية التي تؤثر على المتوسط الحسابي بشكل ملحوظ.

2- الحد الأقصى (Maximum) والحد الأدنى (Minimum): يُبين الفرق الكبير بين الحد الأقصى (37.5) والحد الأدنى (-5.17) وجود تباين كبير في معدل التضخم، مما يدل على وجود عدم استقرار في مستوى الأسعار ووجود تغيرات سريعة في معدل التضخم خلال فترة الحرب.

3- التفرطح (Kurtosis) والالتواء (Skewness): تُشير القيم العالية للتفرطح (22.18) والالتواء (3.44) إلى وجود توزيع غير متماثل وذي قمم حادة، مما يدل على وجود قيمة متطرفة (Outlier) في البيانات، وتُعزى هذه القيمة إلى

وجود زيادة سريعة في معدل التضخم في بعض الأشهر، مثل شهر مايو 2011 الذي شهد زيادة كبيرة في معدل التضخم نتيجة لإعلان الحكومة عن سياسات جديدة للسوق المالية.

4- يشير التباين الكبير في معدل التضخم إلى وجود عدم استقرار في مستوى الأسعار، وتُعزى هذه الاختلافات إلى وجود أسباب متعددة، مثل نقص السلع، وارتفاع تكاليف النقل، وعدم استقرار البيئة السياسية.

د- سعر الصرف (EX):

1- الوسط (Mean) والوسيط (Median): يُشير الاختلاف بين الوسط (483.56) والوسيط (342.04) إلى انحراف البيانات نحو اليمين (Right Skewness). وهذا يدل على وجود عدد قليل من القيم العالية التي تؤثر على المتوسط الحسابي بشكل ملحوظ.

2- الحد الأقصى (Maximum) والحد الأدنى (Minimum): يُبين الفرق الكبير بين الحد الأقصى (2512) والحد الأدنى (45.5) وجود تباين كبير في سعر الصرف، مما يشير إلى وجود عدم استقرار في سعر الصرف ووجود تغيرات سريعة في سعر الصرف خلال فترة الحرب.

3- التفرطح (Kurtosis) والالتواء (Skewness): تُشير القيم العالية للتفرطح (8.05) والالتواء (2.36) إلى وجود توزيع غير متماثل وذي قمم حادة، مما يدل على وجود قيمة متطرفة (Outlier) في البيانات، وتُعزى هذه القيمة إلى وجود تغيرات سريعة في سعر الصرف في بعض الأشهر، مثل شهر تشرين الأول 2019 الذي شهد انخفاضًا كبيرًا في سعر الصرف نتيجة لإعلان الحكومة عن سياسات جديدة للسوق المالية.

4- يشير التباين الكبير في سعر الصرف إلى وجود عدم استقرار في سعر الصرف، وتُعزى هذه الاختلافات إلى وجود أسباب متعددة، منها نقص العملة الصعبة، وعدم استقرار البيئة السياسية، والضغط على الاحتياطيات الاستراتيجية للبلاد.

هـ- القيمة السوقية (MV):

1- الوسط (Mean) والوسيط (Median): يُشير الاختلاف بين الوسط (504.09) والوسيط (146.11) إلى انحراف البيانات نحو اليمين (Right Skewness). وهذا يدل على وجود عدد قليل من القيم العالية التي تؤثر على المتوسط الحسابي بشكل ملحوظ.

2- الحد الأقصى (Maximum) والحد الأدنى (Minimum): يُبين الفرق الكبير بين الحد الأقصى (3050) والحد الأدنى (66.48) إلى وجود تباين كبير في القيمة السوقية لشركات السوق، مما يشير إلى وجود اختلافات كبيرة في أداء الشركات ودرجة نجاحها في السوق.

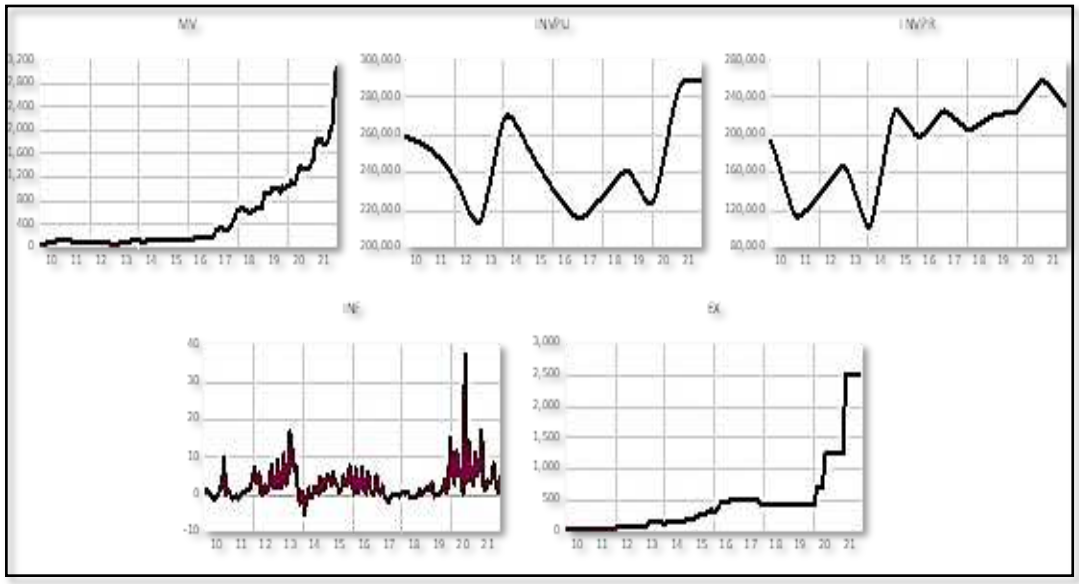
3- التفرطح (Kurtosis) والالتواء (Skewness): تُشير القيم العالية للتفرطح (5.36) والالتواء (1.64) إلى وجود توزيع غير متماثل وذي قمم حادة، مما يدل على وجود قيمة متطرفة (Outlier) في البيانات، وتُعزى هذه القيمة إلى وجود عدد قليل من الشركات ذات القيمة السوقية العالية، مثل شركة الاتصالات، والشركات الكبيرة في قطاع البنوك.

4- يشير التباين الكبير في القيمة السوقية إلى وجود اختلافات كبيرة في أداء الشركات في السوق، وتُعزى هذه الاختلافات إلى وجود أسباب متعددة، مثل طبيعة النشاط، وحجم الاستثمار، والقدرة على التكيف مع الظروف الصعبة في سورية خلال فترة الحرب.

ويوضح الشكل الآتي تطور المتغيرات خلال الفترة المدروسة:

يبين الشكل (1) زيادة كبيرة ومفاجئة في الاستثمار العام فترات مدفوعة بانخفاض كبير في السنة التي قبلها مثل عامي 2012 و2013، وخصوصًا عام 2016، مما يشير إلى تغيرات في السياسات الاقتصادية أو استجابة لأحداث

اقتصادية متعددة. تظهر التذبذبات الدورية والزيادة العامة في الاتجاه بالنسبة للاستثمار الخاص، مما يعكس تغيرات في الظروف السوقية. والارتفاعات الحادة في بعض الأوقات لمعدل التضخم، مثل عام 2016، تعكس فترات من الاضطراب الاقتصادي مع النمط الصعودي الثابت لسعر الصرف الذي يشير إلى تدهور قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأخرى. والزيادة الكبيرة والثابتة في القيمة السوقية للشركات المالية تشير إلى نمو في القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في السوق، والازدياد القوي لقيمة التداول بدءً من عام 2018 يعكس زيادة في نشاط التداول ودخول مستثمرين جدد إلى السوق.



الشكل (1) تطور متغيرات الدراسة خلال الفترة المدروسة

ثانياً: اختبار التعددية الخطية بين المتغيرات:

الجدول (2) معامل تضخم التباين للمتغيرات المستقلة

	Coefficient	Centered
Variable	Variance	VIF
INVPU	2.05E-06	1.885537
INVPR	5.26E-07	2.189879
INF	22.10337	1.052260
EX	0.003999	3.149146

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المكتب المركزي للإحصاء ومصرف سورية المركزي وسوق دمشق للأوراق المالية.

يبين الجدول (2) نتائج تحليل التعددية الخطية (VIF)، حيث أنّ المتغيرات المستقلة في النموذج لها ارتباطات متوسطة إلى ضعيفة بعضها ببعض، حيث يبلغ مؤشر VIF للمتغير INVPU (الاستثمار العام) 1.88 وINVPR (الاستثمار الخاص) 2.19، ولم تُظهر بقية المتغيرات مثل INF (معدل التضخم) وEX (سعر الصرف) ارتباطات قوية مع بقية المتغيرات، حيث تُشير قيم VIF للمتغيرين إلى أقل من 3، وهذا يعني أنّ المتغيرات المستقلة ليست متداخلة بشكل كبير في تفسير التباين في المتغير التابع، مما يقلل من احتمال وجود مشكلة تعدد خطية خطيرة في النموذج.

ثالثاً: اختبارات الاستقرارية:

اختبارات جذر الوحدة هي مجموعة من الاختبارات الإحصائية التي تستخدم لتحديد ما إذا كانت سلسلة زمنية مستقرة أم لا. تستند هذه الاختبارات إلى مفهوم جذر الوحدة، وهو قيمة ثابتة أو عشوائية تساوي /1/ في معادلة الانحدار للسلسلة الزمنية؛ إذا كانت السلسلة الزمنية تحتوي على جذر وحدة، فإنها تميل إلى تغيير الاتجاه مع مرور الوقت، هذا يعني أنّ السلسلة الزمنية لن تعود إلى قيمتها السابقة بعد حدوث تغيير في الاتجاه. إذا لم تكن السلسلة الزمنية تحتوي على جذر وحدة، فإنها تميل إلى العودة إلى قيمتها السابقة بعد حدوث تغيير في الاتجاه. هذا يعني أن السلسلة الزمنية مستقرة.

الجدول (3) نتائج اختبار جذر الوحدة لاستقرارية متغيرات الدراسة

المتغيرات	الاختبار	عند المستوى			عند الفرق الأول		
		ثابت واتجاه	ثابت	من دون ثابت واتجاه	ثابت واتجاه	ثابت	من دون ثابت واتجاه
		قيمة t (الاحتمالية)	قيمة t (الاحتمالية)	قيمة t (الاحتمالية)	قيمة t (الاحتمالية)	قيمة t (الاحتمالية)	قيمة t (الاحتمالية)
INVPR	Phillips Perron	-3.43 (0.041)	-	-	-	-	-
INVPU	Phillips Perron	-1.38 (0.861)	-	-	-	-	-2.71 (0.006)
EX	Phillips Perron	-	-	2.64 (0.998)	-	-	-11.81 (0.000)
INF	Phillips Perron	-10.99 (0.000)	-	-	-	-	-
MV	Phillips Perron	2.15 (0.911)	-	-	-	-	-4.99 (0.000)

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews

يبين الجدول (3) نتائج الاستقرارية للمتغيرات، حيث تمّ اختيار النموذج المناسب للاختيار بالاعتماد على الشكل البياني ومعاملات النموذج، وتمّ الحصول على النتائج الآتية:

1. INVPR (الاستثمار الخاص): القيمة t عند المستوى هي −3.43 مع احتمال 0.041. تُشير النتيجة إلى أنّ القيمة t أقل من القيمة الحرجة، وبالتالي يتم رفض فرضية العدم. هذا يعني أنّ الاستثمار الخاص ليس متكاملاً (غير مستقر) عند المستوى، وهو متكامل من الدرجة الأولى (مستقر). يشير ذلك إلى أنّ الاستثمار الخاص يظهر اتجاهًا عامًا مع مرور الوقت، ولكن يمكن تصحيحه من خلال إجراء "الفرق الأول" للبيانات، ما يعني أخذ الفرق بين قيمة الاستثمار الخاص في كل فترة والفترة السابقة.

2. INVPU (الاستثمار العام): القيمة t عند المستوى هي −1.38 مع احتمال 0.861، بينما القيمة t عند الفرق الأول هي −2.71 مع احتمال 0.006. عند المستوى، لا يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أنّ الاستثمار العام غير مستقر عند الفرق الأول، يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أنّ الاستثمار العام متكامل من الدرجة الأولى (مستقر). تشير هذه النتائج إلى وجود اتجاه عام في الاستثمار العام مع مرور الوقت. لا يصبح الاستثمار العام ثابتًا إلا بعد أخذ الفرق الأول، ما يشير إلى وجود تغيرات (تحولات) في سياسة الاستثمار الحكومي مع مرور الوقت.

3. EX (سعر الصرف): القيمة t عند المستوى هي 2.64 مع احتمال 0.998، بينما القيمة t عند الفرق الأول هي −11.81 مع احتمال 0.000. عند المستوى، لا يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أن سعر الصرف غير مستقر. عند

الفرق الأول، يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أنّ سعر الصرف متكامل من الدرجة الأولى (مستقر). يشير ذلك إلى أن سعر الصرف عرضة للتقلبات والتغيرات مع مرور الوقت. لا يصبح ثابتًا إلا بعد أخذ الفرق الأول، ما يشير إلى وجود "الارتباط التسلسلي" في سعر الصرف، حيث تؤثر القيم السابقة لسعر الصرف بشكل كبير على القيم اللاحقة.

4. INF (معدل التضخم): القيمة t عند المستوى هي −10.99 مع احتمال 0.000. يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أنّ معدل التضخم متكامل (مستقر) عند المستوى. تشير هذه النتيجة إلى أن معدل التضخم "مستقر" في سورية خلال الفترة المدروسة أي يعود الى توازنه بعد الصدمات.

5. MV (القيمة السوقية): القيمة t عند المستوى هي 2.15 مع احتمال 0.911، بينما القيمة t عند الفرق الأول هي −4.99 مع احتمال 0.000. عند المستوى، لا يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أن القيمة السوقية للشركات غير مستقرة. عند الفرق الأول، يتم رفض فرضية العدم، ما يعني أن القيمة السوقية متكاملة من الدرجة الأولى (مستقرة): يشير ذلك إلى وجود اتجاه عام في القيمة السوقية للشركات مع مرور الوقت. لا يصبح هذا الاتجاه ثابتًا إلا بعد أخذ الفرق الأول، ما يشير إلى وجود تغيرات في أداء الشركات مع مرور الوقت، وذلك بسبب تأثير الحرب على نشاطاتهم.

رابعاً: تقدير النموذج واختبار فرضية البحث:

تبين من خلال نتائج الاستقرارية أنّ جميع النماذج ستتمثل من خلال متغيرات مستقرة في المستوى والفرق الأول معاً، وبالتالي نقوم بتقدير نموذج الانحدار الذاتي للمتباطئات الزمنية ARDL حيث يستخدم نموذج ARDL لتحليل العلاقات الزمنية بين المتغيرات. يتم تضمين تأخيرات زمنية في النموذج لتحليل تأثير المتغيرات على المتغيرات التفسيرية عبر الزمن. يستخدم تقنيات الانحدار الذاتي في هذا النموذج لتحليل العلاقة بين المتغيرات.

الجدول (4) الارتباط الخطي بين الاستثمار (العام – الخاص) والقيمة السوقية

Correlation	
(Probability)	**MV**
MV	**1.000000**
INVPU	**0.503756**
	(0.0000)
INVPR	**0.659605**
	(0.0000)

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المكتب المركزي للإحصاء ومصرف سورية المركزي وسوق دمشق للأوراق المالية.

تشير نتائج الارتباط في الجدول (4) إلى وجود علاقة إيجابية ملحوظة بين الاستثمار (العام والخاص) والقيمة السوقية. تدل قيم الارتباط (0.503 للاستثمار العام و0.6596 للاستثمار الخاص) على علاقة قوية نوعاً ما.

هذه النتائج تشير إلى أنّ الاستثمار، سواء من خلال القطاع العام أو الخاص، قد يكون له تأثير إيجابي على نمو القيمة السوقية، مما يدعم صلاحية تقدير النماذج الخطية في اختبار العلاقة.

الجدول (5) نتائج العلاقة طويلة الأجل بين الاستثمار (العام – الخاص) والقيمة السوقية

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	**Value**	**Signif.**	**I(0)**	**I(1)**

F-statistic	**11.64828**	**10%**	**1.9**	**3.01**
k	**4**	**5%**	**2.26**	**3.48**
		2.5%	**2.62**	**3.9**
		1%	**3.07**	**4.44**

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المكتب المركزي للإحصاء ومصرف سورية المركزي وسوق دمشق للأوراق المالية.

تشير نتائج اختبار الحدود في الجدول (5) إلى وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين الاستثمار (العام والخاص) والقيمة السوقية؛ فالقيمة الإحصائية للاختبار (F-statistic) تبلغ 11.64828، والتي تقع خارج حدود القيم الحرجة لجميع مستويات الدلالة (10%، 5%، 2.5%، 1%). يشير هذا إلى رفض فرضية العدم، التي تفترض عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات. وبالتالي، تؤكد هذه النتائج وجود علاقة طويلة الأجل بين الاستثمار والقيمة السوقية، مما يعني أنّ الاستثمارات تؤثر بشكل كبير على القيمة السوقية للشركات على المدى الطويل، وأن أي صدمات سلبية أو إيجابية في الاستثمار ستؤثر بشكل ملحوظ على القيمة السوقية مع مرور الوقت.

الجدول (6) نتائج نموذج تصحيح الخطأ للعلاقة بين الاستثمار (العام – الخاص) والقيمة السوقية

ECM Regression				
Case 1: No Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MV(-1))	0.216140	0.089351	2.418991	0.0170
D(MV(-2))	0.363547	0.111761	3.252890	0.0015
D(INVPU)	-0.015004	0.030832	-0.486641	0.6274
D(INVPU(-1))	-0.001526	0.074348	-0.020527	0.9837
D(INVPU(-2))	0.068550	0.075952	0.902554	0.3685
D(INVPU(-3))	-0.056427	0.032490	-1.736737	0.0849
D(INF)	-1.885720	0.985229	-1.913992	0.0579
D(INF(-1))	-2.452485	0.985560	-2.488416	0.0142
D(EX)	-0.112203	0.045766	-2.451662	0.0156
D(EX(-1))	-0.135127	0.044645	-3.026674	0.0030
D(EX(-2))	-0.191004	0.043297	-4.411456	0.0000
D(EX(-3))	-0.168718	0.044590	-3.783786	0.0002
CointEq(-1)*	0.017205	0.002219	7.754702	0.0000
R-squared	0.537884	Mean dependent var		21.17100
Adjusted R-squared	0.494220	S.D. dependent var		75.47721
S.E. of regression	53.67806	Akaike info criterion		10.89214
Sum squared resid	365929.5	Schwarz criterion		11.16530
Log likelihood	-749.4501	Hannan-Quinn criter.		11.00315
Durbin-Watson stat	2.065190			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المكتب المركزي للإحصاء ومصرف سورية المركزي وسوق دمشق للأوراق المالية.

يبين الجدول (6) أنّ معامل تصحيح الخطأ (CointEq (-1) هو 0.017205 وهو مُوجب، وهذا يُشير إلى عدم وجود عودة إلى حالة التوازن في العلاقة بين الاستثمار والقيمة السوقية في المدى القصير. بعبارة أخرى، لا يَعمل أي انحراف عن التوازن طويل الأجل على التصحيح نفسه في المدى القصير. وهذا ناتج عن عدم استقرار البيئة الاقتصادية: في

ظل بيئة اقتصادية غير مستقرة، قد لا تكون آلية التصحيح في السوق فعالة بما فيه الكفاية لإعادة العلاقة إلى مسارها طويل الأجل في المدى القصير.

تُظهر نتائج نموذج المربعات الصغرى الديناميكية (DOLS) في الجدول (7) إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين الاستثمار (العام والخاص) والقيمة السوقية. تم استخدام منهجية DOLS بدلاً من منهجية ARDL لأن معامل تصحيح الخطأ في نموذج ARDL كان موجباً، مما يشير إلى عدم وجود عودة إلى حالة التوازن في المدى القصير. يشير استخدام منهجية DOLS إلى أن الاستثمارات تؤثر على القيمة السوقية بشكل كبير على المدى الطويل، مع مراعاة تأثير الوقت (trend).

الجدول (7) تقدير نموذج العلاقة طويلة الأجل بين الاستثمار (العام – الخاص) والقيمة السوقية

Dependent Variable: MV				
Method: Dynamic Least Squares (DOLS)				
Sample (adjusted): 2010M03 2021M11				
Included observations: 141 after adjustments				
Cointegrating equation deterministics: C @TREND @TREND^2				
Fixed leads and lags specification (lead=1, lag=1)				
Long-run variance estimate (Bartlett kernel, Newey-West fixed bandwidth= 5.0000)				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
INVPU	0.001896	0.000931	2.036045	0.0439
INVPR	-0.003591	0.000633	-5.671951	0.0000
INF	7.665642	4.008922	1.912145	0.0582
EX	0.079257	0.039601	2.001389	0.0476
C	195.3185	259.2355	0.753440	0.4526
@TREND	-8.306558	1.442504	-5.758428	0.0000
@TREND^2	0.154978	0.009042	17.13954	0.0000
R-squared	**0.985106**			

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المكتب المركزي للإحصاء ومصرف سورية المركزي وسوق دمشق للأوراق المالية.

وتشمل نتائج تأثير كل متغير:

1- الاستثمار العام (INVPU): يُشير معامل 0.001896 إلى تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية، حيث (p-value = 0.0439) على القيمة السوقية على المدى الطويل. يشير هذا إلى أن زيادة الاستثمار العام تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية لشركات السوق.

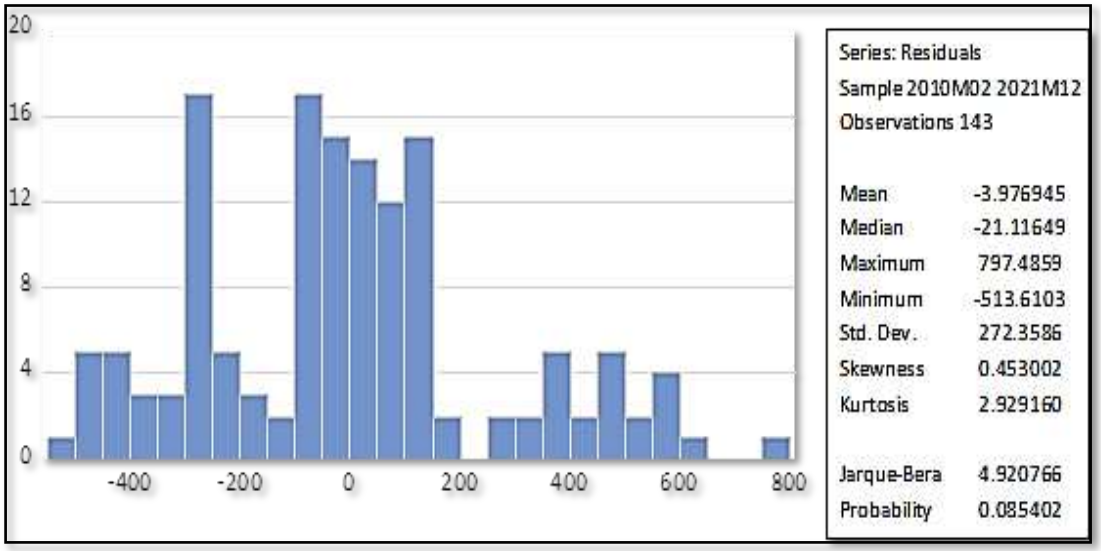
2- الاستثمار الخاص (INVPR): يُشير معامل -0.003591 إلى تأثير سلبي وذو دلالة إحصائية عالية حيث (p-value = 0.0000) على القيمة السوقية على المدى الطويل. يشير هذا إلى أن زيادة الاستثمار الخاص تؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية لشركات السوق.

3- معدل التضخم (INF): يُشير معامل 7.665642 إلى تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية، حيث (p-value = 0.0582) على القيمة السوقية على المدى الطويل. يشير هذا إلى أن زيادة معدل التضخم تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية لشركات السوق.

4- سعر الصرف (EX): يُشير معامل 0.079257 إلى تأثير إيجابي وذو دلالة إحصائية، حيث (p-value = 0.0476) على القيمة السوقية على المدى الطويل. يشير هذا إلى أن زيادة سعر الصرف تؤدي إلى زيادة في القيمة السوقية لشركات السوق.

تُشير النتائج إلى أنّ الاستثمارات تلعب دورًا مُهمًا في تشكيل القيمة السوقية لشركات السوق على المدى الطويل. وتشير النتائج إلى أن الاستثمار العام يُعزز نمو القيمة السوقية، بينما الاستثمار الخاص يُضعف منه. وهذا يعكس الظروف الاقتصادية في سورية، حيث يكون الاستثمار الخاص مُعرّضًا للمخاطر السياسية والاقتصادية، فيما تُشكل الاستثمارات العامة عاملًا مُستقرًا لنمو القيمة السوقية. وتُفسر الارتباطات الايجابية للتضخم وسعر الصرف بأن زيادة الاستثمارات في ظل التضخم والتغيرات في سعر الصرف تُؤثر على القيمة السوقية.

الجدول (8) نتائج التوزع الطبيعي لبواقي النموذج

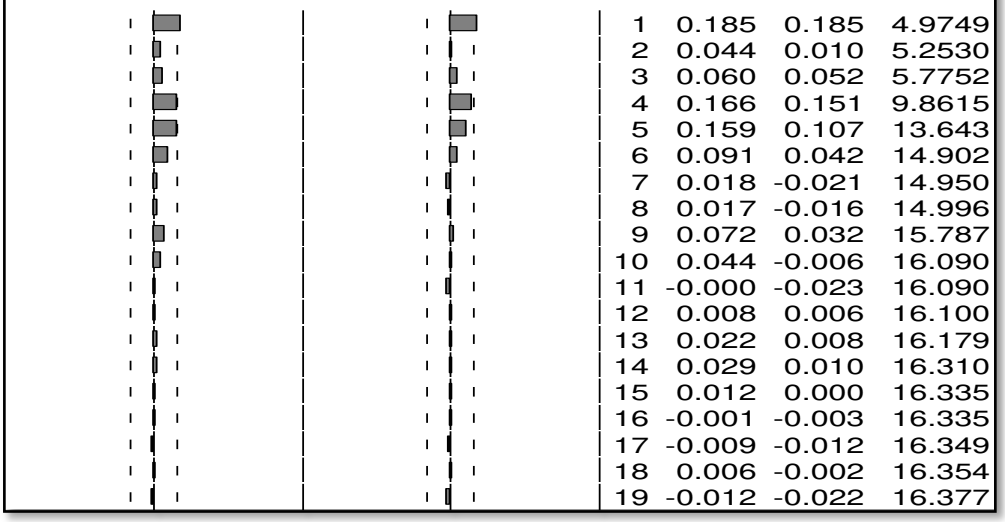


المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المكتب المركزي للإحصاء ومصرف سورية المركزي وسوق دمشق للأوراق المالية.

يبين الجدول (8) أنّ الشكل يأخذ التوزيع الطبيعي، وتدعم ذلك القيمة الاحتمالية لإحصائية جارك بيرة (0.085) وهي أكبر من مستوى معنوية 0.05، وبالتالي تتوزع البواقي طبيعياً. نختبر الارتباط الذاتي للبواقي ونجد أنّ:

الجدول (9) نتائج دالة الارتباط الذاتي بين قيم بواقي النموذج.

Sample (adjusted): 2010M03 2021M12
Included observations: 142 after adjustments



Autocorrelation	Partial Correlation		AC	PAC	Q-Stat
		1	0.185	0.185	4.9749
		2	0.044	0.010	5.2530
		3	0.060	0.052	5.7752
		4	0.166	0.151	9.8615
		5	0.159	0.107	13.643
		6	0.091	0.042	14.902
		7	0.018	-0.021	14.950
		8	0.017	-0.016	14.996
		9	0.072	0.032	15.787
		10	0.044	-0.006	16.090
		11	-0.000	-0.023	16.090
		12	0.008	0.006	16.100
		13	0.022	0.008	16.179
		14	0.029	0.010	16.310
		15	0.012	0.000	16.335
		16	-0.001	-0.003	16.335
		17	-0.009	-0.012	16.349
		18	0.006	-0.002	16.354
		19	-0.012	-0.022	16.377

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المكتب المركزي للإحصاء ومصرف سورية المركزي وسوق دمشق للأوراق المالية.

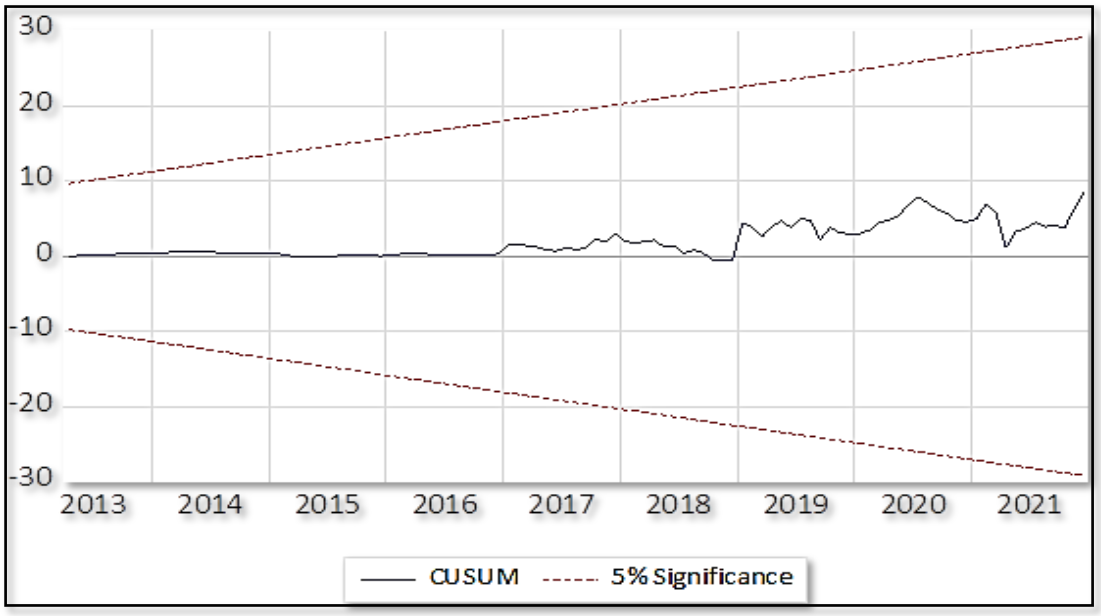
الجدول على اليمين يوفر القيم العددية للترابط الذاتي (AC) والترابط الجزئي (PAC) وإحصائية Q-Stat لـ 19 تأخيرًا. قيم الترابط الذاتي تتراوح بين −0.012 و0.185، في حين تتراوح قيم الترابط الجزئي بين −0.022 و0.185. وهي تشير الى درجة ارتباط شبه معدومة بين قيم البواقي.

الجدول (10) اختبار تجانس التباين بين قيم البواقي

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	**0.000808**	**Prob. F(1,134)**	**0.9774**
Obs*R-squared	**0.000820**	**Prob. Chi-Square(1)**	**0.9772**

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات المكتب المركزي للإحصاء ومصرف سورية المركزي وسوق دمشق للأوراق المالية.

تُشير نتائج اختبار "أرش" (ARCH) إلى عدم وجود عدم تجانس في تباين بواقي النموذج. فقد تم قبول الفرضية الصفرية (Null Hypothesis) بعدم وجود عدم تجانس في التباين، حيث تُشير القيمة الاحتمالية (Prob.) التي تُساوي 0.977 و0.977 إلى أنّ النتائج ليست معنوية إحصائياً. وهذا يعني أنّ تباين بواقي النموذج مستقر مع مرور الوقت ولا يُعاني من مشكلة عدم تجانس التباين، مما يُعزز دقة النتائج ومُوثوقيتها.



الشكل (2) اختبار استقرارية معلمات النموذج باستخدام اختبار المجموع التراكمي لبواقي النموذج

يتم تمثيل اختبار CUSUM (المجموع التراكمي) بالخط الأزرق الثابت. يتم استخدامه للكشف عن التحولات في معاملات الانحدار مع مرور الوقت. إذا ظل خط CUSUM ضمن حدود الخطوط الحرجة (عادةً عند مستوى أهمية 5%)، تعتبر المعاملات مستقرة. في الشكل (2) يظل خطا "CUSUM" ضمن حدود "5% Significance" مع تقدم فترة العينة، مما يشير إلى أنّ معاملات النموذج مستقرة خلال فترة العينة. وهذا مؤشر جيد على أن النموذج يمكن الاعتماد عليه للتنبؤ وتحليل السياسات ضمن نطاق العينة.

الاستنتاجات والتوصيات:

أ- الاستنتاجات:

1- يُظهر نموذج ARDL وجود علاقة طويلة الأجل بين الاستثمار والقيمة السوقية، مما يُشير إلى أنّ الاستثمارات تؤثر بشكل كبير على أداء الشركات على المدى البعيد.

2- التأثير المتباين: على الرغم من وجود العلاقة طويلة الأجل، يُظهر تحليل النموذج أن الاستثمار العام يُعزز نمو القيمة السوقية، بينما يُضعف الاستثمار الخاص من القيمة السوقية.

3- عدم الاستقرار في الأجل القصير: معامل تصحيح الخطأ في نموذج ARDL كان موجباً، مما يشير إلى عدم وجود عودة إلى حالة التوازن في العلاقة بين الاستثمار والقيمة السوقية في المدى القصير، أي أنّ أي انحراف عن التوازن طويل الأجل لا يُصحح نفسه في المدى القصير.

4- يرجع الاختلاف في تأثير الاستثمار العام عن الخاص إلى البيئة الاقتصادية غير المستقرة في سورية خلال الحرب. يُعتبر الاستثمار العام أكثر استقرارًا، بينما يواجه الاستثمار الخاص العديد من المخاطر، مثل عدم الاستقرار السياسي، وارتفاع تكاليف الاستثمار، وعدم قدرة الشركات على التكيف مع التغيرات المتسارعة، ويعود عدم وجود عودة إلى حالة التوازن في الأجل القصير إلى: عدم كفاءة آلية التصحيح في السوق: تُواجه السوق في سورية صعوبات في

التكيف مع الصدمات الاقتصادية خلال فترة الحرب، مما يُؤدي إلى عدم قدرة آلية التصحيح على إعادة العلاقة إلى مسارها طويل الأجل بشكل سريع. كما تُؤثر العوامل الخارجية، مثل التضخم وسعر الصرف بشكل كبير على أداء الشركات وتؤثر على استجابة السوق للانحرافات عن حالة التوازن.

ب- التوصيات:

1- تعزيز دور الاستثمار العام، وذلك من خلال: التركيز على مشاريع البنية التحتية الحيوية، والقطاعات ذات القيمة المضافة العالية، والمشاريع التي تُساهم في تحقيق أهداف التنمية المستدامة، وإنشاء صناديق استثمارية حكومية: تُدار بكفاءة وفعالية لجذب الاستثمارات الأجنبية، وتفعيل الشراكة بين القطاعين العام والخاص لتنفيذ مشاريع مشتركة تُساهم في تحسين جودة الخدمات المقدمة للمواطنين.

2- تشجيع الاستثمار الخاص، وذلك من خلال: تقديم حوافز ضريبية تنافسية لجذب الاستثمارات في قطاعات محددة، وتبسيط الأنظمة واللوائح لتسهيل ممارسة الأعمال التجارية، وتوفير معلومات دقيقة وحديثة عن السوق لتمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة.

3- تطوير سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك من خلال: تطبيق معايير دولية للشفافية والإفصاح لضمان حصول المستثمرين على معلومات دقيقة وموثوقة، وتطوير أنظمة تداول حديثة وفعالة لضمان سرعة وكفاءة معاملات التداول، وتعزيز قدرة السوق على امتصاص الصدمات: لضمان استقرار السوق في ظل الظروف المتقلبة.

References:

Arabic References:

- Abdel-Ghani, Mohamed Fathi (2020). The role of the stock market in activating investment and increasing economic growth in Egypt, Scientific Journal of Economics and Trade, Volume (50), Issue (3), 197-258.
- Al-Jafari, Heba Amer Issa; Al-Battat, Viewed by Fadel Saad (2020). Efficient financial markets and their impact on the market value of securities: an applied study in the Iraqi stock market for the period 2015-2019, Gulf Economic Journal, Issue (45), 201-251.
- Al-Zarir, Rania; Waldaki, Raneem Ghazi (2018). The role of investor behavior in determining the characteristics of the Damascus Stock Exchange under uncertainty, Journal of Economic Sciences and Business Administration, Volume (2), Issue (2), 7-36.
- Ismail, Essam; Maarouf, Zeina (2023). The development of the financial market and its role in attracting foreign direct investment, Tishreen University Journal of Economic and Legal Sciences, Volume (45), Issue (6), 421-440.

Awad, Fadel Jawaid (2016). The role of indirect foreign investment in activating stock markets in developing countries for the period 1996-2010: the financial market in Egypt as a model, Journal of the Baghdad University College of Economic Sciences, Issue (47), 105-130.

- عبد الغني، محمد فتحي (2020). دور سوق للأوراق المالية في تفعيل الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي في مصر، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، المجلد (50)، العدد (3)، 197-258.
- الجفري، هبة عامر عيسى؛ والبطاط، منظر فاضل سعد (2020). الأسواق المالية الكفؤة وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2015-2019، مجلة الاقتصادي الخليجي، العدد (45)، 201-251.
- الزرير، رانيا؛ والدكي، رنيم غازي (2018). دور سلوك المستثمر في راسة خصائص سوق دمشق للوراق المالية في ظل عدم التأكد، مجلة العلوم الاقتصادية وإدارة الأعمال، المجلد (2)، العدد (2)، 7-36.
- إسماعيل، عصام؛ معروف، زينة (2023). تطور السوق المالي ودوره في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، مجلة جامعة تشرين للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (45)، العدد (6)، 421-440.
- عواد، فاضل جويد (2016). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية للمدى 1996-2010: السوق المالية في مصر أنموذجاً، مجلة كلية بغداد للعوم الاقتصادية الجامعة، العدد (47)، 105-130.

Forigen Refernces:

6- Asaad, Bassel Anwar (2021). The reality of Arab Foreign direct investment Projects in the light of Foreign economic Sanctions imposed on Syria between 2000 – 2016. Section: Research Paper, Product Type: Journal-Paper, Vol.9, Issue.3, 45-53.